

上市公司败德治理行为发生机理研究

——基于组态视角的模糊集定性比较分析*

□ 徐 鹏 张 恒 白贵玉

领域编辑推荐语：

“本文基于正在兴起的新的因果关系解释：必要条件因果关系和充分条件因果关系，采用匹配的 QCA 方法，系统分析了内外部治理条件对负面治理行为的影响。在我国上市公司中，治理主体可能基于自身信息优势和超额控制权力实施一些违反法律法规或者职业道德的治理行为。针对治理主体在上市公司治理过程中的负面行为，研究者们已经从内部或外部治理机制出发分别进行了研究。然而，在企业内外部治理机制中是否存在产生负面治理行为的必要条件，以及内外部治理机制如何协同产生负面治理问题却缺乏研究。

虽然传统的回归方法也可以进行变量间协同作用的检验，但多变量（如超过三个变量）的交互作用难以在回归分析中得到有效解释。而且传统方法只是分析治理变量 X 与治理行为变量 Y 间的边际净效应关系，并不能回答 X 是否是产生 Y 的必要条件，以及 X 间的组态是否充分一致地产生结果 Y。

为了回答上述新兴的因果关系问题，该篇文章从组态视角出发，通过模糊集定性比较分析（fsQCA）方法对上市公司败德治理行为的发生进行了系统研究，并结合文章的研究结果提出了完善上市公司治理结构设计和制度安排的政策建议。文章没有发现产生负面治理行为的必要条件，但揭示了多条产生负面治理行为的路径，对我国上市公司优化治理结构、提升治理效率具有一定的启发意义。

总体而言，该篇文章研究视角独特，方法与研究问题匹配，对推动负面治理领域必要和充分因果关系的研究具有一定的学术和实践价值。”

——杜运周

摘 要：本文以深圳证券交易所创业板上市公司为样本，从组态视角出发，通过模糊集定性比较分析（fsQCA）方法对我国上市公司败德治理行为的发生机理进行了系统研究。基于 fsQCA 分析的结果，从“股东监督失位驱使、业绩维持压力驱使和外部监督缺失驱使”三方面梳理了容易导致上市公司发生败德治理行为的组态要素，在分析每个组态影响路径的基础上，结合各组态的内涵和条件提出了完善上市公司治理结构设计和制度安排的政策建议。研究结论进一步丰富了上市公司败德治理领域的理论研究，对于我国上市公司优化治理机制、提升治理效率有一定借鉴价值。

关键词：败德治理行为；定性比较分析；组态视角；公司治理

* 本文受国家自然科学基金青年项目“集团框架内子公司动态竞争行为决策动因及协同效应——基于多层次情境因素的研究”（71602099）、山东省自然科学基金青年项目“基于公司治理的集团成员企业动态竞争行为研究”（ZR2016GQ04）和山东省自然科学基金青年项目“合法性视角下民营上市公司创新绩效提升路径研究：双重治理情境下的权变思考”（ZR2018QC003）的资助。特别感谢主编和领域编辑老师提出的建设性意见。

一、引言

公司治理的核心是通过治理结构设计与治理制度安排来协调公司与利益相关者之间的关系,从而推动公司持续健康成长。但良好的公司治理并不总能实现,委托代理框架下上市公司控股股东、实际控制人以及“董监高”等治理主体有时会基于自身信息优势和超额控制权力实施一些违反法律法规或者职业道德的治理行为,比如控股股东违规占用上市公司资金、上市公司信息披露不及时、“董监高”内幕交易等,这些行为侵害了其他利益相关者的合法权益,本文将以上相关利益主体在公司治理过程中发生的寻租、越权、失职等败德行为称为“败德治理行为”。近年来,随着中国证券监督管理委员会和证券交易所的监管趋严,因为各种败德治理行为造成资本市场非理性波动的现象频繁出现,为二级市场投资者带来较大损失。例如,2017年1月,乐视网的实际控制人在回答投资者对公司股价的提问时发表误导性言论,造成该公司股价单日振幅逾14%,为上市公司带来较大消极影响。鉴于败德治理行为对上市公司外部声誉、投资者决策和资本市场健康发展的负面作用,探索败德治理行为发生的驱动因素,并分析可能的解决措施,对提升我国上市公司治理规范性和强化投资者保护具有重要意义。

委托—代理理论认为,基于组织的内部控制机制和以市场为基础的外部控制机制可以帮助调整委托人和代理人的利益诉求(Walsh & Seward, 1990),且这些机制之间存在着复杂的

互补与替代关系(Misangyi & Acharya, 2014)。然而,现有研究多是从单一治理机制出发考察某些内部或者外部治理因素在公司治理过程中的主导作用(Khanna et al., 2015),虽然这样的分析更加有针对性,但忽视了多种因素的组合影响,所得出的结论有时存在相互矛盾的现象(王化成等, 2015; 赵国宇和禹薇, 2018)。所以,我们从组态视角(configurations, 也有人称之为“构型”)出发,考察内外部治理机制中多重因素组合对上市公司败德治理行为的影响,以弥补以往研究存在的不足。

组态是把那些对结果起作用的元素组合起来而形成的一种状态或者组合。组态视角认为在对结果变量起作用的一组元素中,元素之间是相互影响而非相互独立的(Ketchen et al., 1993; Ketchen & Shook, 1996; Chen & Miller, 2015; 杜运周和贾良定, 2017; 查尔斯·拉金, 2019),并据此分析各元素组合对结果产生的影响(Mahoney & Goerts, 2006; 伯努瓦·里豪克斯等, 2017)。一方面,相较于传统实证研究中对解释变量存在独立作用的论述和检验,组态视角能够保留更多信息,在处理多重共线性等问题时也比回归分析更加符合现实,对个体案例的分析也更加深入。另一方面,公司内外部治理机制所包含的因素较多,使用带有组态视角的研究方法进行分析有助于解决传统多元回归难以处理的多变量交互问题。综合以上考虑,我们认为利用组态视角研究上市公司的败德治理行为具有较强的合理性和必要性。

与已有研究相比,本文的贡献在于:首先,文章没有孤立地研究单个内部或外部治理因素对败德治理行为的影响,而是系统地讨论了多

个治理因素如何共同发挥作用,与以往专注于单一治理机制的研究相比,这样的研究范式更加符合现实情况,可以为后续该领域的理论研究提供借鉴。其次,文章提取了四条容易诱发败德治理行为的路径,这些路径的存在验证了败德治理行为诱因的多样性以及组态之间的等效性,不仅进一步丰富了公司治理领域的理论研究框架,还可以为实践中败德治理行为的防范提供参考,有利于完善我国上市公司治理机制,提升其治理效率。最后,虽然国内学者基于组态视角在管理学领域已进行了诸多研究,并取得了一系列研究成果(王凤彬等,2014;程聪和贾良定,2016;程建青等,2019),但是从组态视角分析公司治理问题的研究尚不多见,文章从内外部治理机制联合作用这一主线出发,利用fsQCA(Fuzzy-Set Qualitative Comparative Analysis)方法分析上市公司败德治理行为的发生机理,对QCA(Qualitative Curriculum Authority)研究方法的应用与拓展具有一定的推广价值。

二、委托代理框架下上市公司治理行为的影响因素

(一) 公司治理中的委托代理问题

公司治理是通过一套包括正式和非正式的结构设计与制度安排来协调公司与利益相关者之间的关系,以保证公司决策的科学性,从而维护公司各方面的利益(徐鹏,2016)。但信息不对称和契约不完全导致了公司治理过程中存在两类代理问题:第一类产生于股东与经理层之间。证券投资基金的存在使得公司的所有者

可以充分地分散风险,降低了公司所有者的监督意愿(Fama,1980)。当股东不亲自参与公司经营时,经理层负责公司具体决策的制定与执行(Fama & Jensen,1983),在公司的经营过程中拥有很大的权限。但经理层并不拥有或拥有很少的公司股份,股价和股息对其经营的激励作用十分微弱,从而可能造成股东与经理在追求目标上的偏离,即经理利用外部股东不知道的信息和手中的权力,偏离企业价值最大化目标去追求自己的利益,由此出现管理机会主义的代理问题(孙彤和薛爽,2019)。第二类代理问题产生于大股东与中小股东之间,主要原因是当中小股东因为持有股份比例较小,失去兴趣和缺少能力亲自监督经理层,而更多时候以“搭便车”或“用脚投票”的方式参与公司治理,由此导致大股东通过隧道行为侵占上市公司和中小股东的利益,产生代理问题(林雁和曹春方,2019)。

完整的公司治理体系由内部治理和外部治理两部分构成,并通过产权和市场两条主线联系在一起。委托代理理论认为,基于产权的公司内部治理机制和以市场为基础的外部治理机制可以帮助调整委托人与代理人的利益诉求,这两种机制相互关联,在一定情境下影响并主导上市公司的治理行为(Walsh & Seward,1990)。基于这种观点,本文从内外部双重治理视角对影响上市公司治理行为的结构与制度要素进行梳理。

(二) 上市公司治理行为的内部影响因素

公司内部治理机制为股东发表意见和参与公司经营决策提供了必要的组织机构、程序和制度保证,这一套鼓励和保证股东参与公司治

理的内部机制也就是通常所说的“用手投票”机制。大股东持股比例越高，参与公司治理的动机和对代理人监督的能力越强，而当公司中股权相对分散导致大股东监督能力相对较弱时，股权联盟的存在可以在一定程度上使情况得到改观。例如刘亭立等（2015）认为，大股东之间联盟关系的形成可以看作大股东释放了一种积极参与公司治理的信号，若大股东有意构建同其他股东的关系，在一定程度上可以说明其对公司治理的主动性较为强烈。一些基于股权结构特征分析败德治理行为发生机理的研究在一定程度上支持了以上分析，比如于晓强和刘善存（2012）的研究表明，大股东持股比例越高、机构持股比例越高以及股权集中度越高的上市公司，其信息披露违规概率越小。所以，基于以上分析，大股东的股权集中程度与关联性会影响上市公司治理行为的选择与实施。

此外，基于代理理论，信息不对称条件下委托人通常只能根据不完备的信息对代理人进行评价（叶康涛等，2015）。在此情况下，上市公司的业绩表现成为委托人评价代理人的重要依据之一，即公司业绩的变动能够引起委托人的注意，从而影响上市公司代理人的治理倾向与决策。所以，本文将业绩表现作为一种内部治理的触发机制引入分析框架。而且，在委托人判定代理人是否恪尽职守的过程中，委托人对代理人的了解程度也发挥了重要的作用，董事长与 CEO 两职合一有利于管理层与董事会的沟通（董屹宇和郭泽光，2019），可以使董事会对管理层的行为认知有较大提升，董事会由此可以更加清晰地了解公司业绩变化的原因，并及时地对代理人的行为进行奖励或惩处，降低了管理人

员利用堑壕行为造成假象蒙蔽董事会的可能性。综上，董事长与 CEO 两职合一、业绩表现均属于上市公司治理行为的内部影响因素。

（三）上市公司治理行为的外部影响因素

公司外部治理的主要逻辑是劳动力市场、产品市场和资本市场等外部市场上的竞争压力可以促使职业经理人更加关注公司治理效率，可极大程度地降低所有者与经理人信息不对称而导致的“道德风险”。比如，竞争性的劳动市场可以对雇佣关系的双方提供足够的激励和约束，提高雇佣关系的效率。在经济环境较为发达、经理人市场相对完善的情境下，经理人市场能够按照管理人员的过往行为对其人力资本进行合理定价（Fama，1980），当公司治理出现问题导致公司破产或者市值下跌造成被收购的风险时，经理人的“人力资本定价”将被下调，由此可以实现对经理人的激励和约束。

此外，外部控制机制的另一个重要组成部分是来自资本市场的表现和关注，其主要在两方面发挥作用：一方面，外部关注能够为控制权市场中潜在控制权竞争者提供更多关于公司的信息，增强其对公司的了解。另一方面，外部关注提高了上市公司经营决策的透明度，对于上市公司治理行为具有较好的监督效果（沈华玉等，2019）。现有研究也在很大程度上支持了这些观点：Chen 等（2016）和郑建明等（2015）的研究表明外部分析师跟踪可以显著降低上市公司业绩预告违规的概率，而且随着明星分析师跟踪数量的增多，这种治理效果会更加明显；周开国（2016）认为媒体监督可以起到一定的外部治理作用，能够显著降低公司败德治理行为的频率。

通过以上梳理,本文基于委托代理关系归纳了上市公司治理行为的影响机制模型,并选择了股东关联性、股权集中度、公司业绩表现、两职合一、经济环境和公司的外部关注度等因素作为前因变量,从组态的视角探索上市公司的败德治理行为的发生机理。

三、研究设计

(一) 数据收集

本文以深圳证券交易所创业板上市公司作

为分析对象,原因如下:首先,创新创业是经济发展的重要源泉,创业板作为创新创业企业IPO的主要平台,为创新创业企业提供了融资途径和成长空间。然而,近年来创业板上市公司在公司治理过程中的败德治理现象不断发生(见图1),不仅令投资者利益遭受了侵害,也使得创业板上市公司的投资价值受到了质疑。研究创业板上市公司败德治理行为的发生机理,对缓解这一现象有借鉴价值,也能为即将设立的“科创板”监管规则的制定和治理质量评价体系的构建提供参考。

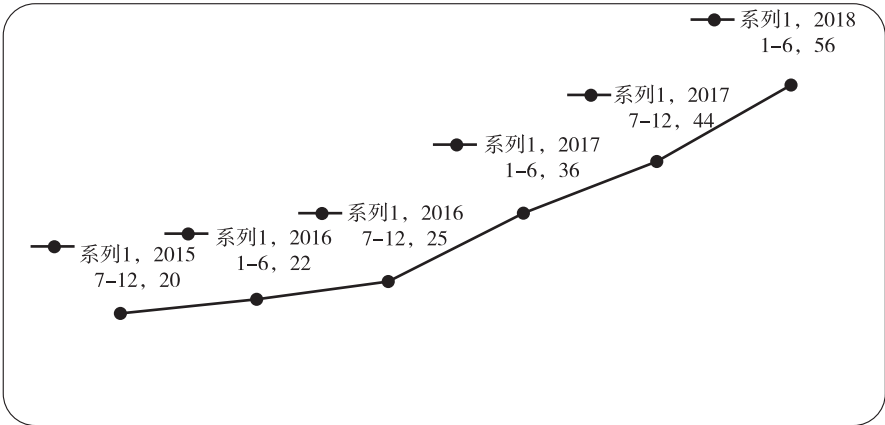


图1 深圳证券交易所近年发放监管函情况

其次,从数据可获得性的角度考虑,深圳证券交易所官方网站公布的上市公司监管函包括对“业绩预告与业绩快报的财务数据存在较大差异且未能及时披露业绩预告修正公告的行为、敏感期间减持的行为和募集资金管理不规范的行为”等多种败德治理行为的监管信息,与上市公司收到的处分记录相比,监管函更加具有时效性,分析当年公司面临环境对败德治理行为的影响更加准确。

本文以2017年作为观测年份。根据深圳证券交易所官方网站显示,2017年创业板上市公

司共收到80份监管函,涉及72家上市公司(因为个别公司得到了多份监管函)。本文以72家被出示过监管函的创业板上市公司作为存在败德治理行为的研究样本,同时通过等距抽样的方法,抽取72家不存在败德治理行为的创业板上市公司与其进行1:1配对,最终得到了144家创业板上市公司的数据。研究中所需要的基础数据主要取自万德(Wind)数据库、国泰安(CSMAR)数据库和深圳证券交易所官网。

(二) 研究方法

定性比较分析(QCA)方法能够基于组态

视角,探讨诸多前因要素之间复杂的共同作用,其适用于探究各要素的组合对于结果的作用,而不是像传统的研究方法一样专注于研究单个变量对于结果的影响 (Wagemann & Schneider, 2010; Fiss et al., 2013; Kirchherr et al., 2016)。依照集合形态的不同,定性比较分析法可细分为清晰集定性比较分析 (csQCA, 针对全部都是哑变量的数据)、模糊集定性比较分析 (fsQCA, 针对包含连续性变量的数据) 和多值定性比较分析 (mvQCA, 针对包含多类别变量的数据)。结合研究目标和数据特征,本文采用 fsQCA 进行分析,从整体性出发考察上市公司败德治理行为的发生机理。QCA 方法的基本研究步骤如图 2 所示 (程聪和贾良定, 2016; 王菁等, 2016; 程建青等, 2019)。

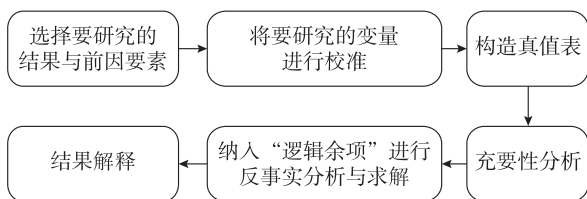


图2 QCA方法的基本研究步骤

QCA 方法的核心思想是构造组态和通过逻辑运算化简组态。

组态与真值表：如果我们假设，企业在满足股权集中（条件 A）、缺少外部监督（条件 B）以及业绩表现良好（条件 C）这三个条件时，容易出现败德治理行为（记为 O），我们就可以将其表示为 $A \times B \times C \rightarrow O$ 。这里的 $A \times B \times C$ 就是 A、B 及 C 三个条件的组合，即一种组态。说明在此情况下，三者的共同作用才导致了结果 O。 $A \times B \times C$ 在真值表中呈现为 [1, 1, 1]，真值表的构建不但使得数据被更加清晰地呈现

在研究者面前，也有助于进一步的逻辑运算。

通过逻辑运算化简组态：若此时我们还发现另一个组态 $A \times \sim B \times C$ （ $\sim$ 表示“非”， $\sim B$ 表示与 B 相反的情况发生了， $A \times \sim B \times C$ 在真值表中呈现为 [1, 0, 1]）也能导致结果 O，即 $A \times \sim B \times C \rightarrow O$ 。此时的元素 B 就是一个冗余元素。因为无论是在条件 B 下还是在条件 $\sim B$ 下，只要 A、C 发生，O 都会发生。既然元素 B 是一个冗余元素，我们就可以将其剔除出组态，只保留条件 A、C，用符号表示就是 $A \times B \times C + A \times \sim B \times C = A \times C$ ， $A \times C \rightarrow O$ 。说明当条件 A 与条件 C 同时发生作用时，结果 O 就会出现。

（三）变量测量与校准

1. 结果变量

本文以样本公司是否存在败德治理行为作为结果变量，深圳证券交易所会对公司治理过程中出现败德行为的上市公司下发监管函，所以，我们以该公司当年度是否收到深圳证券交易所的监管函作为判断标准，将收到监管函的样本公司败德治理行为标记为“1”，反之标记为“0”。发出监管函的原因包括股东违规减持股票（例如在财务报告公布前后的敏感期交易股票），上市公司两次财务信息披露之间数值差距过大（例如预披露显示业绩为正，最终披露数据却显示利润负增长），关联交易不合规（例如未按规定披露交易对象与上市公司之间的关联关系）等。

2. 前因变量

本文基于对现有文献的梳理，选择了“股东关联性、股权集中度、业绩表现、两职合一、经济环境与外部关注”等因素作为前因变量，考察以上因素的差异化组合对上市公司败德治理行为的影响，各变量的内涵与具体测量方式如下：

(1) 股东关联性。以上市公司前十大股东中是否存在一致行动人进行区分，文章根据上市公司当年财务报告披露的股东间关联关系进行赋值，若存在记为“1”，不存在记为“0”。

(2) 股权集中度。主要考察上市公司前十大股东合计持股的水平，参考 Fiss（2011）的校准模式，本文通过统计软件对样本上市公司的股权集中度情况进行了描述性统计，并得到了其上下四分位数。文章将其 75%分位数（即 64%的股权集中度）作为上市公司股权集中的完全隶属阈值，将其中位数（58%的股权集中度）作为最大模糊点，并将其 25%分位数（即 49%的股权集中度）作为完全不隶属阈值。

(3) 两职合一。反映上市公司的治理权力安排情况，若上市公司董事长与总经理为一人担任则记为“1”，反之则记为“0”。

(4) 外部关注。主要是考察外部分析师或调研机构对上市公司的关注是否会影响上市公

司的经营行为。类似于对股权集中度这一变量的校准，文章将其 75%分位数（即 13 次报道）作为上市公司受外部关注的完全隶属阈值，将其中位数（4 次报道）作为最大模糊点，并将其 25%分位数（1 次报道）作为完全不隶属阈值。

(5) 经济环境。主要是关注上市公司的办公地点是否属于经济相对发达、人力资源存在优势的城市，判别标准是如果上市公司处于北京、上海、广州和深圳等 GDP 排名前十的城市则记为“1”，反之则记为“0”。

(6) 业绩表现。以上市公司利润增长率进行反映，若样本公司利润增长率为正，记为“1”，说明上市公司业绩表现较好，反之则记为“0”，说明上市公司的经营状况在当年出现了恶化。

归纳结果变量和前因变量的测量方式如表 1 所示。

表 1 变量定义与校准

变量	分类方法	赋值与校准
败德治理行为（IGB）	上市公司当年收到过深证证券交易所监管函	1
	上市公司当年未收到深证证券交易所监管函	0
股东关联性（REL）	年报显示前十大股东中存在一致行动人	1
	年报显示前十大股东中不存在一致行动人	0
股权集中度（CON）	年报显示的前十大股东股权集中度	(0.64, 0.58, 0.49)
两职合一（POW）	董事长与 CEO 由一人兼任	1
	董事长与 CEO 两职分离	0
外部关注（ATT）	分析师或调研机构对上市公司跟踪分析的次数	(13, 4, 1)
经济环境（ECO）	公司所处的城市融资与人力资源环境较好	1
	公司所处的城市融资与人力资源环境较差	0
业绩表现（REV）	年报显示上市公司利润较上年有所增长	1
	年报显示上市公司利润较上年有所下降	0

(四) 必要性分析与真值表构建

在进行定性比较分析之前,本文先进行必要条件分析,来检验各前因要素是否是引致被解释结果的必要条件。必要条件检验结果如表 2 所示。在本文的必要条件分析中,所有前因要素的一致率均需低于 0.9,即不存在作为被解释结果必要条件的前因要素。

表 2 必要条件分析结果

Causal Conditions	Consistency	Coverage
REL	0.750000	0.500000
CON	0.519306	0.515440
ATT	0.447778	0.443101
REV	0.500000	0.493151
ECO	0.541667	0.493671
POW	0.333333	0.480000

注:变量前不加波浪线的表明取值为 1;加波浪线的表明变量取值为 0。Causal Conditions 为前因条件,Consistency 为一致率,Coverage 为覆盖率。

本文使用 fsQCA 3.0 软件中的真值表算法

(Truth Table Algorithm) 对数据进行分析,由于所选择的前因变量一共有 6 个,真值表理论上共有 2^6 即 64 种可能的组合方式。而本文的样本数量为 144,大于 64,表明样本数量符合要求。研究中将案例频数门槛值设定为 3,同时根据一致率门槛值通常不低于 0.8 的建议标准将一致率门槛值设定为 0.8 (Bell et al., 2014),化简出能够充分地解释被解释结果的前因条件组态,并得到以下被简化的真值表(见表 3)。

(五) 前因条件组态

在得到以上真值表后,本文使用 fsQCA 3.0 软件的标准分析 (standard analyses) 选项进行运算,并进行反事实分析以获得三种解,即简单解 (parsimonious solution)、中间解 (intermediate solution)、复杂解 (complex solution)。文章将同时出现于简单解和中间解中的条件标记为核心条件,将只出现在中间解里的条件设定为边缘条件,分别用不同符号表示,得到表 4。

表 3 真值表

	Causal Conditions						Outcome	Consistency		
REL	CON	ATT	REV	ECO	POW	N	IGB	RAW	PRI	PRODUCT
0	0	0	1	0	0	4	1	0.904	0.904	0.818
1	0	0	0	0	0	5	1	0.834	0.834	0.696
1	1	0	0	0	1	3	1	0.831	0.831	0.691
1	1	1	1	1	0	3	1	0.815	0.815	0.664

注: N 代表组态所包含的案例数。PRODUCT 由 RAW 与 PRI 相乘得到,表格仅汇报了一致率超过 0.8 的部分。

表 4 创业板上市公司败德治理的前因条件组态

Governance	IGB			
	S1a	S1b	S2	S3
REL	●	●	⊕	●
CON	⊕	●	⊕	●

续表

Governance	IGB			
	S1a	S1b	S2	S3
ATT	⊕	⊕	⊕	●
REV	⊕	⊕	●	●
ECO	⊕	⊕	⊕	●
POW	⊕	●	⊕	⊕
Consistency	0.834	0.831	0.904	0.815
Raw Coverage	0.046	0.033	0.049	0.028
Unique Coverage	0.046	0.033	0.049	0.028
Frequency		3		
Overall Solution Consistency		0.848		
Overall Solution Coverage		0.183		

注：●或●表示该条件存在，⊕或⊕表示该条件不存在；●或⊕表示该条件为核心条件，●或⊕表示该条件为边缘条件；空白表示该条件在组态中可以存在也可以不存在；净覆盖率（Unique Coverage）指由该组态独立解释的覆盖率。

由表 4 可知，共存在四个会诱发创业板上市公司败德治理行为的前因条件组态。各组态的一致率均高于 0.8，这表明被纳入最终结果之中的前因条件组态均符合本文一致率门槛值的要求，均属于公司发生败德治理行为的充分条件。此外，总体一致率为 0.848，说明定性比较分析的总体结果也符合一致率门槛值的要求。

四、结果分析

通过以上数据分析，基于委托代理理论进一步总结和归纳上市公司败德治理行为的发生机理，将四种上市公司败德治理行为的驱动因素组合从“股东监督失位”“业绩维持压力”“外部监督缺失”三个维度进行整合分类，并梳理如图 3 所示的上市公司败德治理行为发生机理，具体阐释如下。

（一）外部监督缺失驱使下的上市公司败德治理行为

在 S1a 和 S1b 两个组态中，上市公司进行

— 80 —

内部控制的动机、能力依然存在，但其外部监督却均表现出了缺失的特征，故本文将其命名为外部监督缺失驱使导致的上市公司败德治理行为。此时，存在两条子路径容易导致上市公司发生败德治理行为，两条子路径中存在相同的核心条件：上市公司股东存在关联性，公司业绩表现较差、经济环境不发达和外部关注度不高。特别的是，组态 S1b（REL×CON * ~ ATT * ~ REV * ~ ECO * POW）的存在表明，即便上市公司的内部控制机制相对完善，缺少了外部监督的上市公司亦有可能发生败德治理行为。例如，某上市公司 2017 年因信息披露违反了《创业板股票上市规则》而被交易所实施监管，该公司前十大股东中存在一致行动人且合计持股比例较高，而当年经营业绩出现下滑态势，且外部关注不足，全年仅有一个分析师（团队）进行过跟踪分析，说明较高的股权集中度使得大股东存在关注自身利益的动机与能力，外部监督的缺失诱导了败德治理行为的发生。

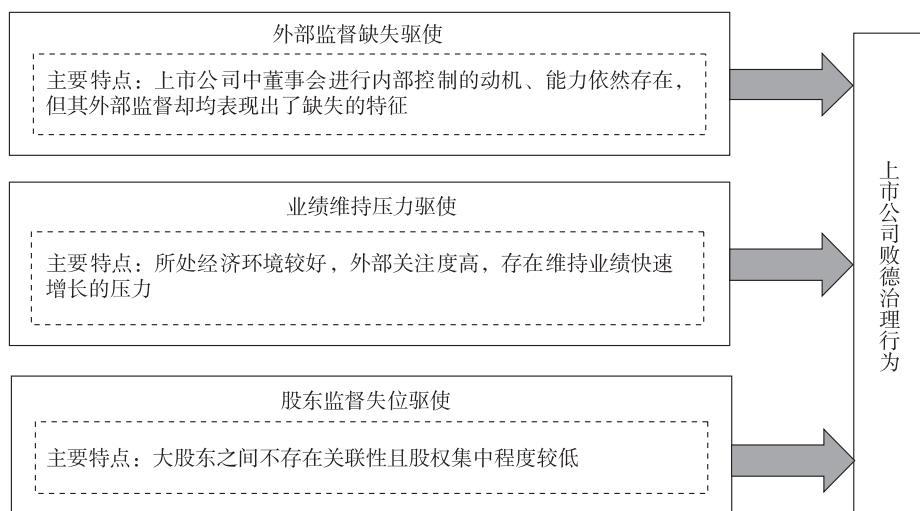


图3 上市公司败德治理行为前因组态整合分类

（二）股东监督失位驱使下的上市公司败德治理行为

组态 S2 包含了大股东之间不存在关联性且股权集中程度较低的核心条件。在公司治理结构中，大股东作为“委托—代理”关系中的委托人，享有对上市公司及代理人的监督能力和权利（Walsh & Seward, 1990）。但是，相对分散的股权结构使得大股东的监督成本与收益不匹配，此时代理人在公司治理过程中将处于主导地位，而且由于大股东之间不具有关联性带来的较弱一致性也在一定程度上为大股东的监督能力带来了负面影响，造成事实上的股东监督失位（宋力和韩亮亮，2005）。所以，我们将其命名为股东监督失位驱使导致的上市公司败德治理行为。

股东监督失位驱使下上市公司容易败德治理行为的发生机理存在一条主要路径，即组态 S2（~REL * ~CON * ~ATT * REV * ~ECO * ~POW）：该组合条件下，上市公司股东关联

性、股权集中度和经济环境均为核心条件。以往认为，公司盈利能力不佳会导致更多的败德治理行为（McKendall et al., 2002），但该组态的结果表明，在公司盈利状况向好的情况下，股东监督的失位将为上市公司的败德治理行为发生创造条件。例如某上市公司前十大股东中不存在一致行动人且合计持股比例较低，大股东对上市公司治理的监督欲望和参与能力相对较弱，尽管该公司 2017 年经营绩效大幅提升，但仍因未及时履行信息披露义务于 2017 年收到了交易所的监管函，反映了股东监督不足对上市公司败德治理行为的诱发效应。

（三）业绩维持压力驱使下的上市公司败德治理行为

前文述及，委托人在对公司经营绩效变化的原因进行分析时会参考外部经济环境，当委托人判定外部经济环境较好时，可能会将业绩表现较好的原因归因于优越的经济环境，并且会对公

司未来的经营绩效有更高预期，由此对上市公司代理人提出更高要求。组态 S3 (REL * CON * ATT * REV * ECO * ~POW) 支持了这一观点，当外部经济环境优越、企业业绩表现良好，且股东有足够的能力和欲望参与上市公司治理决策时，上市公司可能会通过一些非规范的治理行为来维持公司利润的持续增长。比如某上市公司地处经济环境优越的上海，前十大股东中存在一致行动人，且 2016 年和 2017 年业绩连续大幅增长，但仍因关联交易未履行审议程序和信息披露义务于 2017 年被交易所实施监管，说明上市公司财务绩效优异并不仅有正面效应，业绩维持压力的存在也可能对公司产生负面影响。

五、稳健性检验

本文参照 Cui 等 (2017)、Su 等 (2017) 的做法，对表 4 的结果进行了稳健性检验。首先，文章将案例频率数提升到 4，结果显示组态 S1a 和 S2 依然得到了支持，但整体解决方案的覆盖率和一致性出现了不同程度的下降，特别是最终解的覆盖率由 0.183 下降到了 0.101；而当研究将案例频数设定值下降为 2 时，最终解覆盖率的提升也并不高，这使得本文有理由相信研究中的案例频率数设定相对合理。其次，文章将业绩表现这一变量的测量方式修改为企业营业收入是否增长后，最终解仅出现一定的微小变化，整体结果的解释基本没有改变，这也说明了文章分析结果的稳健性。

六、讨论与结论

(一) 研究结论

本文基于委托代理理论，分析了上市公司治理过程中存在的委托代理问题和治理行为的内外部影响因素，选择了“股东关联性、股权集中度、业绩表现、两职合一、经济环境和外部关注”等内外部治理因素，通过模糊集定性比较分析方法对上市公司败德治理行为的发生机理进行了探索，得出结论如下：第一，外部监督缺失驱使下的上市公司败德治理行为存在两条路径，其共同说明，内部监督不能完全替代外部监督发挥作用，良好的公司治理要求两者同时发挥作用；第二，股东监督失位驱使组态强调，股东监督意愿和能力需要联动发挥作用；第三，业绩维持压力驱使组态则反映出较好的业绩表现会为上市公司进一步成长带来压力，并导致败德治理行为的发生。

(二) 理论贡献

已有研究认为，股权分散情境下，具有委托人身份的大股东实施监督行为带来的边际收益较低，由此导致大股东实施监督行为的积极性较弱，当委托人监督不足时，代理人往往基于信息不对称优势而不能勤勉尽责 (王化成等, 2015)。反之，股权集中则可以提升股东实施积极监督行为的动机，并抑制代理人的不尽职行为。但此类研究忽略了一个重要事实，即大股东的动机并不总能成功地转化为相应的行为。当股东信息获取能力较弱导致其不能清晰地了解公司现状时 (例如被管理层蒙蔽)，其监管就会失去效果。文章研究发现，股东仅有监管的

动机,但缺少了信息获取等方面的能力,依然不利于营造良好的治理环境。此结论进一步揭示了股权集中度对败德治理行为的作用机制,也拓展了公司治理领域对股权集中度多重治理作用的考察和研究。

此外,已有文献在研究股东关联与公司治理行为之间的关系时,多数强调股东关联的负面作用(魏明海等,2013;吴先聪等,2016),认为这种关联关系使得关联股东之间串谋并侵害其他股东的利益成为可能。然而本文的研究结论显示,股东之间的关联关系在公司治理中也有其积极的一面:当股权集中度较低时,关联关系能够为关联股东带来更多话语权,也促进了关联股东之间的信息交换,有助于降低股东进行监督的成本,提高治理效率。

最后,在以往研究中,部分学者认为上市公司发生败德行为多是因为其处于恶劣的外部环境中或者业绩增长状况不佳(Greve et al., 2010)。然而,实践中很多外部环境优越、业绩表现良好的上市公司也会发生败德治理行为。有些学者从决策参照点理论出发对此现象进行了解释(贺小刚等,2015),强调了管理层的作用,但对股东的关注尚显不足。本文通过组态视角对这些现象进行了解释,即那些业绩表现良好的公司存在一种维持自身发展速度的压力。这种压力来自对业绩的错误归因,即股东将良好的业绩归因于外部经济环境,将业绩欠佳的发生归因于管理层,当股东存在此类归因倾向时,管理层面临的错误归因压力可能会诱发败德治理行为。

(三) 管理启示

首先,为了尽可能避免在股权结构分散状

态下上市公司发生败德治理行为,可以从如下几方面完善上市公司内外部治理机制:一是完善上市公司投资者关系管理制度建设和强化投资者公司治理规章制度教育,多渠道、全方位提升中小股东在公司治理过程中的参与度;二是努力提升独立董事履责能力,完善上市公司内部决策制衡机制;三是推进职业经理人市场建设,建立存在败德治理行为的职业经理人名单,强化声誉评价促进上市公司代理人勤勉尽责。

其次,为了尽可能规避上市公司控股股东与管理层因维持短期业绩增长的压力而实施败德治理等短视行为,一是应当科学设计上市公司管理层的考核与激励机制,提升激励体系的全面性与系统性,在激励契约标的选择上避免一味追求业绩或者着重考察短期盈利情况;二是对于大股东之间存在关联性的上市公司,证监会和证券交易所等监管部门应当加强对关联交易事项的关注与核查,避免大股东合谋侵占上市公司利益。

(四) 不足与展望

本文仍存在一些不足之处:首先,考虑到败德治理这一问题的敏感性以及其数据的可获得性,文章采用了深圳证券交易所披露的信息,但仍不能排除部分败德治理行为被上市公司隐瞒的可能。针对这种情况,文章只能通过提升案例阈值来尽量获取一个稳健的结果。其次,公司内外部治理机制中所包含的治理要素较多,虽然研究过程中已考虑到前因变量全面性的要求,尽可能选择了具有代表性的治理要素,但仍有部分因素(如管理层持股、两权分离度)未纳入本文的分析框架,这些要素在上市公司

败德治理行为发生过程中的作用原理值得在未来研究中继续深入探索。再次,基于文章对监管函内容的分析,大股东的隧道(tunneling)行为逐渐受到监管部门的重视,而管理人员的堑壕(entrenchment)行为却因为其隐蔽性而较少受到法律惩罚,导致了管理人员堑壕相关数据的缺失,也使得相应研究发展较为缓慢。我们认为,未来研究应当继续深入对公司负面治理问题的研究,扩展败德治理行为的研究范围。最后,本文的主要研究对象是败德治理行为的前因要素,尚未关注败德治理行为的后果。我们认为,从资本市场健康发展和上市公司持续成长等多个角度考察败德治理行为的后果,有利于引起利益相关者对上市公司败德治理行为的关注,也有助于推动上市公司治理机制的规范化。故而,败德治理行为所造成的后果亦值得进行深入研究。

接受编辑:杜运周

收稿日期:2019年1月14日

接受日期:2019年6月20日

作者简介:徐鹏,山东财经大学工商管理学院,副教授,硕士生导师,于山东大学管理学院获得博士学位。研究成果曾发表在《中国工业经济》《科研管理》《管理科学》《科学学与科学技术管理》等期刊上,研究兴趣包括公司治理与创新、企业动态竞争。

张恒,山东财经大学工商管理学院,硕士研究生,研究兴趣包括公司治理与战略管理。

白贵玉,济南大学商学院,讲师,于山东大学管理学院获得博士学位。研究成果曾发表

在《经济管理》《管理科学》《外国经济与管理》等期刊上,研究兴趣包括公司治理与创新、人力资源管理。

参考文献

- [1] [比利时]伯努瓦·里豪克斯、[美]查尔斯·拉金:《QCA设计原理与应用:超越定性与定量研究的新方法》,杜运周译,机械工业出版社2017年版。
- [2] [美]查尔斯·拉金:《重新设计社会科学研究》,杜运周译,机械工业出版社2019年版。
- [3] 程聪、贾良定:《我国企业跨国并购驱动机制研究——基于清晰集的定性比较分析》,《南开管理评论》,2016年第6期。
- [4] 程建青、罗瑾琰、杜运周、闫佳祺、钟竞:《制度环境与心理认知何时激活创业?——一个基于QCA方法的研究》,《科学学与科学技术管理》,2019年第2期。
- [5] 池毛毛、赵晶、李延晖、王伟军:《企业平台二元性的实现构型研究:一项模糊集的定性比较分析》,《南开管理评论》,2017年第3期。
- [6] 董屹宇、郭泽光:《管理层股权激励、两职合一与企业过度负债——基于两种代理理论的分析》,《当代财经》,2019年第1期。
- [7] 杜运周、贾良定:《组态视角与定性比较分析(QCA):管理学研究的一条新道路》,《管理世界》,2017年第6期。
- [8] 贺小刚、邓浩、吴诗雨、梁鹏:《赶超压力与公司的败德行为——来自中国上市公司的数据分析》,《管理世界》,2015年第9期。
- [9] 林雁、曹春方:《两权分离下的异地独立董事聘任》,《管理评论》,2019年第3期。
- [10] 刘亭立、石倩倩、杨松令:《积极股权联盟对董事会监督效果的影响研究》,《中国管理科学》,2015年第S1期。

- [11] 沈华玉、张军、余应敏：《高管学术经历、外部治理水平与审计费用》，《审计研究》，2018 年第 4 期。
- [12] 宋力、韩亮亮：《大股东持股比例对代理成本影响的实证分析》，《南开管理评论》，2005 年第 1 期。
- [13] 孙彤、薛爽：《管理层自利行为与外部监督——基于信息披露的信号博弈》，《中国管理科学》，2019 年第 2 期。
- [14] 王凤彬、江鸿、王璁：《央企集团管控架构的演进：战略决定、制度引致还是路径依赖？——一项定性比较分析（QCA）尝试》，《管理世界》，2014 年第 12 期。
- [15] 王化成、曹丰、叶康涛：《监督还是掏空：大股东持股比例与股价崩盘风险》，《管理世界》，2015 年第 2 期。
- [16] 王菁、徐小琴、孙元欣：《政府补贴体现了“竞争中立”吗——基于模糊集的定性比较分析》，《当代经济科学》，2016 年第 2 期。
- [17] 魏明海、黄琮宇、程敏英：《家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角》，《管理世界》，2013 年第 3 期。
- [18] 吴先聪、张健、胡志颖：《机构投资者特征、终极控制人性质与大股东掏空——基于关联交易视角的研究》，《外国经济与管理》，2016 年第 6 期。
- [19] 徐鹏：《子公司动态竞争能力培育机制及效应研究——基于公司治理视角》，经济科学出版社 2016 年版。
- [20] 叶康涛、曹丰、王化成：《内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗？》，《金融研究》，2015 年第 2 期。
- [21] 于晓强、刘善存：《治理结构与信息披露违规行为——来自我国 A 股上市公司的经验证据》，《系统工程》，2012 年第 6 期。
- [22] 赵国宇、禹薇：《大股东股权制衡的公司治理效应——来自民营上市公司的证据》，《外国经济与管理》，2018 年第 11 期。
- [23] 郑建明、黄晓蓓、张新民：《管理层业绩预告违规与分析师监管》，《会计研究》，2015 年第 3 期。
- [24] 周开国、应千伟、钟畅：《媒体监督能够起到外部治理的作用吗？——来自中国上市公司违规的证据》，《金融研究》，2016 年第 6 期。
- [25] Bell, R. G., Filatotchev, I., & Aguilera, R. V. 2014. Corporate governance and investors' perceptions of foreign IPO value: An institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 57: 301-320.
- [26] Chen, J., Cumming, D., Hou, W., & Lee, E. 2016. Does the external monitoring effect of financial analysts deter corporate fraud in China? *Journal of Business Ethics*, 134: 727-742.
- [27] Chen, M., & Miller, D. 2015. Reconceptualizing competitive dynamics: A multidimensional framework. *Strategic Management Journal*, 36: 758-775.
- [28] Cui, L., Fan, D., Liu, X., & Li, Y. 2017. Where to seek strategic assets for competitive catch-up? A configurational study of emerging multinational enterprises expanding into foreign strategic factor markets. *Organization Studies*, 38: 1059-1083.
- [29] Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- [30] Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- [31] Fiss, P. C. 2011. Building better causal theories: A fuzzy set approach to typologies in organization research. *Academy of Management Journal*, 54: 393-420.
- [32] Fiss, P. C., Sharapov, D., & Cronqvist, L. 2013. Opposites attract? Opportunities and challenges for in-

tegrating large-N QCA and econometric analysis. *Political Research Quarterly*, 66: 191–198.

[33] Greve, H. R., Palmer, D., & Pozner, J. E. 2010. Organizations gone wild: The causes, processes, and consequences of organizational misconduct. *The Academy of Management Annals*, 4: 53–107.

[34] Ketchen, D. J., & Shook, C. L. 1996. The application of cluster analysis in strategic management research: An analysis and critique. *Strategic Management Journal*, 17: 441–458.

[35] Ketchen, D. J., Thomas, J. B., & Snow, C. C. 1993. Organizational configurations and performance: A comparison of theoretical approaches. *Academy of Management Journal*, 36: 1278–1313.

[36] Khanna, V., Kim, E. H., & Lu, Y. 2015. CEO connectedness and corporate fraud. *The Journal of Finance*, 70: 1203–1252.

[37] Kirchherr, J., Charles, K. J., & Walton, M. J. 2016. Multi-causal pathways of public opposition to dam projects in Asia: A fuzzy set qualitative comparative analysis (fsQCA). *Global Environmental Change*, 41: 33–45.

[38] Mahoney, J., & Goerts, G. 2006. A tale of two

cultures: Contrasting quantitative and qualitative research. *Political Analysis*, 14: 227–249.

[39] McKendall, M., Demarr, B., & Jones-Rikkens, C. 2002. Ethical compliance programs and corporate illegality: Testing the assumptions of the corporate sentencing guidelines. *Journal of Business Ethics*, 37: 367–383.

[40] Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. 2014. Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, 57: 1681–1705.

[41] Su, Y., Fan, D., & Rao-Nicholson, R. 2017. Internationalization of Chinese banking and financial institutions: A fuzzy-set analysis of the leader-TMT dynamics. *The International Journal of Human Resource Management*, 1–29.

[42] Wagemann, C., & Schneider, C. Q. 2010. Qualitative comparative analysis (QCA) and fuzzy-sets: Agenda for a research approach and a data analysis technique. *Comparative Sociology*, 9: 376–396.

[43] Walsh, J. P., & Seward, J. K. 1990. On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15: 421–458.